

ヘッジファンド規制と OTC デリバティブ規制を巡る論議について

1999年2月のボンにおけるG7では、ヘッジファンドに対する規制問題が議論され、ヘッジファンドへの直接規制ではなく、銀行のリスク管理強化を通じた間接規制強化の方向で合意をみた。本稿では、合意に至るまでの米国におけるOTC デリバティブ取引やヘッジファンドに対する銀行を通じた間接規制を巡る論議についてレポートする。

1. ボン-G7 合意と国際的論議の展開

1) ボン-G7 合意

1999年2月20日と21日、ボンで開かれた7ヶ国（G7）蔵相・中央銀行総裁会議（以下ボン-G7）では、1998年9月のLTCM 救済問題以降高まりを見せている国際金融システムの強化に関連して、ヘッジファンド¹に対する規制問題が重要課題として議論され、以下の合意をみた。

- ①ヘッジファンドを特定して規制するのではなく、その資金源である銀行に対するリスク管理強化を通じてこれを監視すること。
- ②より広い文脈で、ヘッジファンド等自身による情報開示の必要性、実現可能性を含めて、金融監督に与える影響に関して継続検討すること。
- ③金融安定化フォーラム（financial stability forum）を開催し、G7のイニシアティブの下、上記②に関する検討の場を与えること。

①は、今回のボン-G7が、1999年1月28日にバーゼル銀行監督委員会から報告された「銀行と、レバレッジの高い業務を行う機関との取引」に基づいて議論され、この提言を支持したことを示している（詳細後述）。この提言の重要な前提は、規制の対象をヘッジファンドに特定するのではなく、ヘッジファンドに代表される高レバレッジ機関と銀行との関係に注目し、両者が取引を行う際は、銀行により一層のリスク管理が求められるとしたことである。

②は、そうはいつても、ヘッジファンドの情報開示や直接規制問題、短期資本規制、OTC デリバティブ取引規制等について国際的論議が展開されるなか、国際的なコンセンサスを

¹ ヘッジファンド問題については、淵田康之「ヘッジファンド問題の行方」『資本市場クォーターリー』98年秋号参照

得るための議論の余地を残してあるということである。

③は、上記②の検討の場として、H.Tietmeyer ドイツ連銀総裁によって提言されたもので、今後、この場等を通して継続議論されることとなる。共同コミュニケあるいは BIS 公表資料によれば、金融安定化フォーラムは、金融の安定と市場機能の改善によってシステムミック・リスクを減殺すべく国際協調を果たしていくことを目的²とし、各国当局 (G7)、関連国際金融機関 (IMF/IBRD (World Bank))、国際的な監督団体 (バーゼル銀行監督委員会 /IOSCO/IAIS) 等の代表によって構成されること、事務局をバーゼルに設置し、初代議長に A.Crockett BIS 総支配人が3年間に亘って務めること、年2回を定例として第1回会合を1999年春に開催すること等が提言された。

今回のボン-G7 合意は、1998年9月23日の LTCM 救済直後の同年10月3日にワシントンで開催された G7 での「すべてのタイプの金融機関についてのより良い透明性及び情報公開、及び先進国におけるリスク管理システムとプルーデンス基準に焦点をあてた規制の向上を図りながら、健全な資本移動を促進すること」というコミットメント、および、同年同月30日、同地で開催されたフォローアップ G7 の流れを受けたものである。

金融安定化フォーラムの設置も、同年10月3日に、G7 が H.Tietmeyer ドイツ連銀総裁に検討を要請し、同年12月に G7 蔵相から G7 首脳に提出された「国際金融アーキテクチャーに関する実施計画」に基づいてとりまとめられた。

問題の方向性確定を1999年6月に予定されているケルン・サミットに照準を合わせていることからすれば、ボン-G7 合意はいわば中間報告として位置付けられるものである。

2) LTCM 救済問題以降の国際的論議

アジア・ロシア・中南米の通貨あるいは金融危機、特に、LTCM 救済問題以降の国際金融システム強化についての論議の中心ポイントは以下であった。

- ①アジア通貨危機をはじめとして世界的に広がった金融不安では、危機の当初にヘッジファンドなどが短期資本を大量に国外に逃避させた教訓から、短期資本規制を課すべきではないかということ。
- ②上記①に関して、その先導役ともなったヘッジファンドに対して何らかの規制が必要ではないかということ。
- ③さらに、そうしたヘッジファンド等が金融市場に混乱を引き起こす可能性のある OTC デリバティブ取引を利用していたことから、OTC デリバティブ取引を規制すべきではないかということ。

1998年11月18日の APEC 首脳宣言では、金融システムの強化として、投資銀行やヘッジファンドなど国際的な資金フローに関する情報開示基準を検討するための作業部会を早

² 銀行、証券、保険など業態や国によって分かれている金融機関の監督基準や会計基準をも統一的に見直していくことも視野に入れていると言われる。

期に設立することが要請された他、短期資金移動監視のためのガイドライン作成が要請された。その他、1999年1月11日のアジア太平洋ラ米諸国国際円卓会議において投機資本に対する規制やヘッジファンドなどの監視体制を強化すべきとの意見が出され、同年同月15日から開かれた ASEM（アジア欧州会議）蔵相会議が採択した議長声明においては、投資銀行・ヘッジファンドなど国際的な資本フローに関与する金融機関の適切な透明性や情報開示の基準の問題について触れられた。同年2月2日に閉会した民間組織の非公式会議である世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）における日米欧5ヶ国蔵相・次官級討論会では、日欧から資本取引やヘッジファンドへの監視体制構築を支持する発言がでてたが、L.H.Summers 米国財務副長官は、先進国間の協調の重要性を認めながらも、ヘッジファンド規制への反対を明言した。このように、国際会議の場を通じて、上記①②③について規制強化その他規制方法を検討すべき旨主張された一方、米国金融当局は断固として反対の意を唱えてきた。

米国の主張は次の④⑤⑥の立場からなされた。

- ④上記①については、短期資本規制を課すことは、自由主義市場経済の発展に逆行するのではないかということ。
- ⑤上記②については、ヘッジファンドを特定・捕捉することは困難であること、従ってヘッジファンドに直接規制を施してもその実効性は乏しいではないかということ。
- ⑥上記③については、OTC デリバティブ取引が金融市場の効率性と経済成長に大きく貢献してきたこと、OTC デリバティブ取引を起因とする巨額損失の殆どはプレイヤーのリスク管理強化によって対処しうる範囲にあるということ。

このように、ボン-G7 合意は、ヘッジファンド等の規制強化に反対する米国、なんらかの規制を強化すべきとする日本と新興各国、両者の中間に位置するドイツ・フランスという対立構図において、政治的判断の色を強めつつ、米国が妥協できる線としてボン-G7 合意が見いだされたものと捉えられている。

2. 米国における論議

ここでは、ボン-G7 合意に至るまでの米国内における論議動向を捉えたいうえで、規制強化を主張する CFTC の論議をステップに、米国金融当局の基本スタンスを確認する。

1) 米国における論議動向

1997年のアジア通貨危機以降、短期資本規制やヘッジファンド規制論の高まりとともに、OTC デリバティブ取引への規制論が再燃し、大統領金融市場作業部会³の場で OTC デリバ

³ 財務省長官、FRB 議長、SEC 委員長、CFTC 委員長をはじめとするスタッフで構成され、ヘッジファン

ティブ取引やヘッジファンドに対する規制のあり方等が検討されてきた。財務省、FRB、SEC を中心とする金融当局は民間の自己責任原則を尊重しようという立場でほぼ一致をみていたが、CFTC（米国商品先物取引委員会）だけが OTC デリバティブ取引について規制強化の方向にあった。

1998 年 5 月、CFTC が発表したコンセプト・リリース（後述）を巡って激しい論争が巻き起こることとなった。同年 12 月 16 日の米議会上院農業委員会で B.Born CFTC 委員長は、同年 9 月の LTCM 救済問題からの教訓は既にコンセプト・リリースで提言されたことであったとして CFTC の主張の正当化に意を強めた。OTC デリバティブ取引に対する規制強化論の台頭は、高まるヘッジファンド直接規制論と相俟って、G30 以降の基本路線であったリスク管理強化のスタンスを揺さぶっていたのである。折しも、同年 12 月、BIS は、同年 6 月時点のグローバルベースのデリバティブ残高が約 70 兆ドルに達したと公表し（表 1）、改めてデリバティブ市場の急拡大ぶりが確認されていた。その後、米国金融当局は、銀行のリスク管理強化への動きを加速させるようになる。

バーゼル銀行監督委員会議長でもあり、W.J. McDonough N.Y 連銀総裁⁴は、1998 年 9 月の LTCM 救済問題以降、銀行における信用リスク管理の高度化、ストレステストの必要性、オペレーショナル・リスクの計測と定量化等、リスク管理の重要性についての発言を繰り返⁵、内外の論議を銀行に対するリスク管理強化へと導いていた。

一方、1999 年 1 月上旬には、デリバティブをはじめとする投資全般に亘るリスク管理の改善を目的とした業界グループが米国の民間銀行・証券会社によって結成され、Citigroup をはじめ大手 12 機関⁶の代表者が、1999 年春までに、金融界共通のリスク管理基準を策定・提言をする予定であると発表した。グループの中には、大統領金融市場作業部会のメンバーで、規制当局側の代表として A.Levitt SEC 委員長が加わっているほか、A.Greenspan FRB 議長や大統領金融市場作業部会の他のメンバーからも強い支持があるとされた。まさに、官民一体となって、内外の OTC デリバティブ取引規制派やヘッジファンド規制派を牽制したものと受け止められたのであった。

こうした動きは、1994 年の The Derivative Policy Group⁷（以下 DPG）結成を想起させた。1994 年に、バンカース・トラスト・セキュリティーズの関係するギブソン・グリーティング・カードや P&G との訴訟問題が発生し、米国議会から OTC デリバティブ取引に対する

ドや OTC デリバティブ市場の調査を行うべく組織され、Rubin 米国財務長官が議長を務める。

⁴ W.J.McDonough 議長は、1993 年の G30 によるリスクマネージメントの高度化に関する提言の流れを汲み、銀行の自己責任原則のあり方やリスク管理の高度化の推進に注力してきた。

⁵ 1998 年 9 月 22 日の「信用リスクモデルと監督規制に関するコンファレンス」（於ロンドン）、同年 10 月 1 日の米議会上院銀行委員会での証言、同年 11 月 24 日の「信用リスクに関するコンファレンス」（於フランクフルト）、1999 年 1 月 20 日の「銀行資本の役割変化」（於ジャパンソサエティー、N.Y 市）、同年同月 21 日の講演（於債券市場協会、N.Y 市）等。

⁶ Goldman,JP Morgan,Citigroup,Merrill Lynch,Barclays,Bear Stearns,Chase,Credit Suisse,Deutsche Bank,Lehman Brothers,Morgan Stanley Dean Witter,UBS がメンバー。

⁷ 1994 年 8 月に、A.Levitt SEC 委員長、M.Schapiro CFTC 委員長（当時）が規制当局の代表として加わり、Merrill Lynch, CS First Boston, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Salomon Brothers, Lehman Brothers で構成。

批判や規制強化論が台頭した。この問題によって、1995年3月、ウォールストリートの証券6社と規制当局も参加して構成された DPG は、自主ルール”Framework for Voluntary Oversight”を策定・実施した。同年8月には、ニューヨーク連銀と ISDA（国際スワップ・デリバティブズ協会）が、現在の米国における OTC デリバティブ取引の原則となっている”Principles and Practices for Wholesale Financial Market Transactions”を発表し、ディーラーにおけるリスク管理、ディーラーと顧客の関係におけるアームス・レングス原則（自己責任原則）と説明義務の徹底を求めることとなったのである。

1999年1月26日、OCCは1993年のOCC Banking Circular 277と検査官ハンドブックを補完するかたちで、リスク管理に関するガイドラインを発表した。その冒頭で、「従来のデリバティブ取引の巨額損失事件は、銀行のリスク管理の弱さを物語るものであり、リスク管理が不断に向上されねばならない」と強調したのだった。

同年2月1日、ボン-G7を目前に控えて、FRBは銀行検査官向けにカウンターパーティーの信用リスク管理に関する監督指針を打ち出し、銀行とヘッジファンド等との取引に係るリスク管理の重要性を主張して、米国の立場を鮮明にしたのである。

表1 グローバルベースの OTC デリバティブ取引市場の取引残高

(単位:10億ドル)

| | 想定元本 | | | | | |
|----------------------|---------------|---------------|--------|-----------|-------------|------------|
| | グローバルベース | | | | 日本ベース | |
| | 1995年 3月 | 1998年 6月 | 内訳 | 前回比 増減 | 1998年 6月 | 日本の シェア |
| 外為関連取引 | 13,095 | 18,719 | 29.8% | 42.9% | 3,368 | 18.0% |
| アウトライト・フォワード及び為替スワップ | 8,699 | 12,149 | 19.3% | 39.7% | 2,678 | 22.0% |
| 通貨スワップ | 1,957 | 1,947 | 3.1% | -0.5% | 419 | 21.5% |
| オプション | 2,379 | 4,623 | 7.4% | 94.3% | 269 | 5.8% |
| 金利関連取引 | 26,645 | 42,368 | 67.5% | 59.0% | 9,537 | 22.5% |
| FRAs(金利先渡取引) | 4,597 | 5,147 | 8.2% | 12.0% | 661 | 12.8% |
| スワップ | 18,283 | 29,363 | 46.7% | 60.6% | 8,133 | 27.7% |
| オプション | 3,548 | 7,858 | 12.5% | 121.5% | 743 | 9.5% |
| エクイティ関連取引 | 579 | 1,274 | 2.0% | 120.0% | 10 | 0.8% |
| フォワード及びスワップ | 52 | 154 | 0.2% | 196.2% | 5 | 3.2% |
| オプション | 527 | 1,120 | 1.8% | 112.5% | 4 | 0.4% |
| コモディティ関連取引 | 318 | 451 | 0.7% | 41.8% | 2 | 0.4% |
| 金 | 147 | 192 | 0.3% | 30.6% | - | - |
| その他 | 171 | 259 | 0.4% | 51.5% | 2 | 0.8% |
| フォワード及びスワップ | 120 | 153 | 0.2% | 27.5% | - | - |
| オプション | 51 | 106 | 0.2% | 107.8% | 2 | 1.9% |
| 小合計 | 40,637 | 62,812 | 100.0% | 54.6% | - | - |
| 集計誤差(推計値) | 6,893 | 7,100 | - | 3.0% | - | - |
| OTC取引総計 | 47,530 | 69,912 | - | 47.1% | 12,919 | 18.5% |
| 取引所取引 | 10,310 | 14,256 | - | 38.3% | 7,301 | 51.2% |

(注)アウトライトフォワード及び為替スワップの計数は、英国分が含まれていないため、不完全なものとなっている。

また、外為関連取引および金利関連取引の合計値は、それぞれの内訳として示した以外の計数を含んでいる。

(出所) 日本銀行資料*より野村総合研究所作成

*「デリバティブ取引に関する定例市場報告(吉国委統計)」の第1回調査結果(1998年6月末)および「デリバティブ取引に関する定例市場報告(吉国委統計)」第1回グローバルベースの調査結果(1998年6月末)(いずれもBIS発表)他

2) CFTC の論議～ヘッジファンドと OTC デリバティブへの規制強化

(1) コンセプト・リリース～OTC デリバティブ取引に対する規制強化論議

先述した国際的論議の決着にはリスク管理高度化しかないとする米国の政策スタンスを足下から揺さぶったのは、CFTC のコンセプト・リリースである。

CFTC は、1993 年 1 月に適用した一部のスワップ商品やハイブリッド商品に対する現行規制が、OTC デリバティブ市場の急拡大、商品の多様化、エンドユーザーの知識向上、クリアリング等の集中決済のシステム構築による市場の変化等によって相対的に時代にそぐわなくなってきたという問題意識の下、現行規制を即見直しはしないまでも、OTC デリバティブ市場に対する規制方法の包括的な再検討が必要だとし、CFTC のスワップ取引やハイブリッド商品取引に関する現行規制について 75 項目に亘って広く意見を求めた。

ここで指摘された CFTC の主張を要約すれば以下にまとめられる。

- ①スワップ商品は CEA（商品取引所法）で規制されるべき先物契約であるとしたうえで、スワップ契約と適正な市場参加者に関する定義についての見直しの必要性を主張した。
- ②CFTC regulation-part 34 が定義するハイブリッド商品は、むしろ証券商品なのであり、その意味では CEA で規制されるべきではない。確かに商品先物契約や商品オプション契約の一種と類似した商品のように見えるが、むしろそれらとの識別を定義する必要がある。また、適正な契約参加者に関する定義についての見直しの必要があるとした。
- ③スワップ清算（clearings）については、CFTC regulation-part 35 がカバーするものではないが、スワップ取引や OTC デリバティブ取引の増加に伴って、清算システムインフラやその基礎となる法律体系が整備され、どのスワップ商品に適用可能かを明確にする必要があるとした。

ここで問題視されたのは、スワップ契約を巡る定義問題である。コンセプト・リリースの内容は、過去の一連の判断⁸を覆したものと受け止められ、一貫性のない CFTC のスタンスに批判が集中したのである。

1998 年 6 月 24 日、J.A.Leach 米議会下院銀行委員会委員長は、銀行委員会、財務省、FRB、SEC の共同声明書を B.Born 委員長宛示し、委員会以下の財務当局・金融当局は CFTC の主張受入を全面拒否していると伝え、A.Levitt SEC 委員長は、同年 7 月 30 日の米議会上院農業委員会で、スワップ契約は CEA で規制されるべき先物契約でないことは業界共通の認識であること、ハイブリッド商品が CEA で規制されるという現状の定義に何ら問題はないこと等を証言した。さらに、同年 10 月、ISDA は CFTC に書簡を送り、スワップ契約に関する CFTC の主張は、「規制を論じているのではなくデリバティブそのものを攻撃している」として、ユーザーをミスリードするものだと痛烈に批判した。そのうえで、現行のスワッ

⁸ SEC と CFTC 間のスワップ契約等を巡る定義・所管論争は、“The 1989 Swaps Policy Statement” “the Futures Trading Practices Act of 1992” “the 1993 Swaps Exemption” “1994 Hybrid instrument Exemption” によってスワップ契約やハイブリッド商品は先物契約ではなく CEA の規制をうけないと判断してきた経緯があった。

ブ取引を巡る法規制を変更する必要はないとし、議会に対して早期の「線引き」を提言した（1999年2月25日、米国議会農業委員会での証言）。

①②に対する CFTC の指摘は、所管論争や法律体系の未整備状況を指摘したという点で意味もあろうが、OTC デリバティブ取引に対する規制強化については「損失が発生する→デリバティブは危険→規制が必要」という内向き論理に終始しているようでもあり、カウンターパーティー・リスクの削減を通じてシステムック・リスクの顕在化を予防するという国際金融システム全体に対する考え方が欠落しているように見えた。唯一、システムック・リスクの予防という観点からの有益な指摘は、③の決済システムに関する問題である。既に、BIS でも議論が始まったが、OTC デリバティブに対する応用と言う点で示唆に富むものであろう。なお、ロンドン・クリアリング・ハウス (LCH) は、1999年8月より、CFTC の了承を得て、金利スワップの清算業務に参入する予定であると伝えられている⁹。

（2）先物市場におけるヘッジファンドに対する規制強化論議

CFTC のもう一つの議論は、OTC デリバティブ取引の価格決定の透明性向上や先物市場における市場参加者への規制強化を求めたことである。LTCM 救済問題発生後の1998年12月16日の米国議会上院農業委員会で、B.Born CFTC 委員長は、

- ・ LTCM は、CEA によって CPO（商品プール運営者）として位置づけられ、CFTC への登録、NFA（全国先物協会）の会員となることが課されていた。さらに、CFTC 規則 4.7.1 によって QEP（有資格参加者）として認められ、少なくとも CFTC、NFA に CEA 上の情報開示文書の届出が義務づけられていた。このため、年次報告書や日々の先物市場におけるポジション報告を行わせることで先物取引の状況を把握できたが、OTC デリバティブ取引に限ってはポジション、エクスポージャー、投資戦略の情報を持ち得なかったこと
- ・ OTC デリバティブ取引の価格決定が先物取引と比較して透明性に欠けること、透明性に欠けることが市場変動から発生する問題を重くすること
- ・ 従って、CFTC としては、OTC デリバティブ取引に関する報告等、CPO に関する CEA や CFTC 規則の改善の必要性が認められること

等を指摘し、ヘッジファンドの透明性の向上や金融監督当局による高レバレッジのチェックの必要性について、他の規制当局による OTC デリバティブ取引や参加者に対する規制も含めた改善を示唆し、先物市場におけるヘッジファンドへの規制強化を訴えたのである。

これに対して、FRB は、LTCM 問題と OTC デリバティブ規制問題とは分離して考察されるべきだとした。つまり、LTCM 問題の全てが OTC デリバティブ取引によってもたらされたのではなく、重要なのは市場経済においてどうすれば高レバレッジを制限できるか、あるいは、システムック・リスクを引き起こす潜在性（レバレッジの高い主体やリスク）をどうしたら把握できるかということである。そして、OTC デリバティブ規制の問題は、システムック・リスクを引き起こす可能性のある主体による市場操作といったより広い問題

⁹ 日経金融新聞（1999年3月24日）

として捉えられるべきで、LTCM問題とは直接リンクしないという立場を主張しているのがある。結局、LTCM問題も、過去のOTCデリバティブ取引を伴う損失事件も、OTCデリバティブ取引を通じた市場操作の事実や環境が確認できない限り、個別損失事件に過ぎないのであり、個別銀行のリスク管理問題であるとしたのである。

米国金融当局は、ヘッジファンドに対する直接規制を巡る国際的論議の高まりを前にして、内外論議を牽制するうえでも、銀行に対するリスク管理強化を通じた間接規制の方向を決定づけていった。

3. バーゼル委員会の論議

1) バーゼル委員会報告書

ヘッジファンドを特定、捕捉することはそもそも困難であるとする米国の主張は、バーゼル銀行監督委員会議長であるW.J. McDonough N.Y 連銀総裁を通じて、バーゼル委員会からの報告書というかたちで強化された。

報告書「銀行と、レバレッジの高い業務を行う機関との取引」は、1998年10月のG7合意の要請を受けて、J.Brockmeijer オランダ中央銀行次長¹⁰を議長として同年同月に設立された、The Working Group on Highly Leveraged Institutions によってとりまとめられた。

この報告書は以下を前提としている。

- ・問われるべきは銀行の自己責任であるとする。つまり、従来の国際的な銀行監督行政のスタンス維持であるとともに、1993年のG30による提言以来のBIS等における国際的なリスク管理強化のトレンドの踏襲である（表2参照）。
- ・ヘッジファンドを定義することは不可能であると断言し、高いレバレッジを備える等いくつかの特徴¹¹をもつ大規模機関（Highly Leveraged Institutions、以下HLIsという。）と銀行との関係として問題を把握していることである。

こうした前提に立って、この報告書は以下を目的として作成されている。

- ・HLIsの業務から生じる潜在的リスクを、銀行とHLIsとの取引に重点を置いて評価する。
→つまり、銀行とHLIsの取引におけるリスクは、カウンター・パーティー・リスクであり、これを十分に管理・把握しなければ大きなエクスポージャーにつながる。
- ・HLIsに関する銀行のリスク管理実務の質を検討すること。
→つまり、HLIsに対するエクスポージャーを総合的な与信判断基準と整合性のあるかたち

¹⁰ J.Brockmeijer オランダ中央銀行次長は、1995年2月にBISユーロ委員会で、デリバティブ市場の集中化・流動性の変化等を中央銀行がモニターすることを提言した、いわゆるブロックマイヤー・レポートをとりまとめた（表2参照）。

¹¹ 第一に業務の主要部分がオフショア金融センターを通して行われる等直接的な規制監督を全く受けていないこと、第二にディスクロージャーの義務を負っていないこと、第三にレバレッジがかなり高いこと。

で、銀行内における方針や指針が定められる必要があること。ストレステストを通じた、エクスポージャーの継続的なモニタリングの必要があること。

- ・銀行への健全な実務の奨励等、これらリスクに対処するための政策の選択肢を評価すること。→つまり、間接規制、直接規制、ディスクロージャーの向上に関するもの等それぞれの選択可能性を検討すること。

上記の視点で検討することによって、選択されうる政策対応（規制方法）として以下の方法が考えられるとし、①の間接規制がまずは選択されうるとしたのである。

① HLI の主要取引先に焦点をあてた間接規制

→つまり、HLI の主要取引相手である銀行と証券会社に焦点をあてた間接的監督アプローチ。HLI の業務に係るリスクは銀行・証券会社がリスク管理を高度化することで、カウンター・パーティー・リスクを適切に管理できるという前提にたつて、監督当局が銀行に対して、実務基準の設定、due diligence プロセスの開発、ストレステストの採用、潜在的エクスポージャーの測定手法の開発といった健全な実務を奨励し、銀行の自己責任原則に基づいてより慎重なリスク管理を促すこと。監督当局が選択し得る規制の例として、エクスポージャーに対するリスクウェイトの引き上げ等を通じて、自己資本規制¹²の側面から銀行の HLI に対する健全な与信管理の動機付を行わせることも可能だとした。

② HLI の業務の透明性向上に狙いを定めた政策

→銀行が自らのリスクを完全に管理できたとしても、市場の透明性を向上させる追加的な措置が必要であるとし、金融市場の安定性に資する情報の開示強化という観点から全般的に検討すること（BIS ユーロ委員会で検討中）。もう一つの方法として、システムミック・リスクを起こしうる HLI に対して持つエクスポージャーについての情報を一ヶ所に集める信用登録機関の設置が考えられ得ること。

③ HLI に対する直接的な規制

→上記①②の措置で不十分であれば、直接規制が必要となるとした。しかし、直接規制を行うとすれば、HLI が設立されている国における立法措置ないし規制の変更が必要となるとし、そのコスト、効果、実効性の包括的検討が必要となる。HLI に焦点をあてた免許制、適格性審査、最低所要自己資本、リスク管理に関する最低基準等の直接的アプローチの選択肢があり得るが、直接規制制度は、システムミックリスクを引き起こす潜在性に焦点をあてたものとなる必要がある。ただし、実務に即して HLI を定義することが困難であること、オフショアセンターに設立されている例が多いため、法的影響力の行使に問題があることを指摘した。

¹² 林宏美「注目されるプリ・コミットメント・アプローチ」『資本市場クォーターリー』98 年冬号参照

表2 国際決済銀行 (BIS) 等のリスク・マネージメント強化の動き

| 通称 | 正式名称 | 公表時期 | 公表主体 | 概要 |
|-------------|---|-------------------------------------|--|---|
| プロミセル報告書 | 「最近のインターバンク取引の動向」 | 1992年11月 | BISユーロ委員会 | デリバティブ取引に関する多角的検討としては初めてのもの。国際金融市場の動向を分析したうえで、デリバティブ市場についてのよりよい統計の必要性を提言。 |
| G30による提言 | 「G30金融派生商品に関するグローバル調査」 | 1993年7月 | Group of 30 世界の主要金融機関がメンバー | デリバティブに関する民間による包括的報告書。ディーラーのみならずエンドユーザーにも同じ評価と市場リスク管理の慣習を採用すべきことを提言。VAR・ストレステストの勧奨およびリスク管理の考え方や管理システムの構築を提言。 |
| フィッシャー・レポート | 「金融仲介機関によるマーケットリスクおよび信用リスクのパブリックディスクロージャーに関する討議用ペーパー」 | 1994年9月 | BISユーロ委員会 | すべての金融仲介機関が、それぞれ内部的に用いているリスク測定手法やリスク管理パフォーマンス評価システムに基づいて、金融取引に係るリスクエクスポージャーに関する情報を継続的にディスクロースすることが勧奨された。 |
| アヌーン・レポート | 「金融派生商品市場の拡大に伴うマクロ経済と金融政策上の論点に関する報告書」 | 1994年11月 | BISユーロ委員会 | デリバティブ取引拡大のマクロ経済と金融政策に対する影響についての研究。デリバティブ商品が金融政策の変更に対する経済的変数の感応度に影響を与える可能性を研究。 |
| ブロックマイヤー報告書 | 「金融派生商品市場の実態およびマクロブルーデンス面に与える影響の把握方法に関する報告書」 | 1995年2月 | BISユーロ委員会 ～ユーロカレンシー・スタンディング委員会 | プロミセル報告書のフォローアップ。デリバティブ市場の金融政策実施に対するインプリケーションを評価する目的から、経済主体間のリスクの移転にデリバティブ市場が果たす役割を中央銀行がモニターすることを提言。また、マクロブルーデンスの観点から、デリバティブ市場の集中化・流動性の変化等を、中央銀行がモニターすることを提言。 |
| 派生商品サーベイ | 「金融派生商品売買高等調査」(第1回) 「外為および金融派生商品市場に関する1995年の中央銀行調査」 | 1995年12月 (速報) 1996年5月 (確報) | BISユーロ委員会 | ブロックマイヤー報告書で提言された包括的な市場調査が実現されたもの。速報では、想定元本ベースのデリバティブ商品取引残高が41兆ドルと判明。確報では、報告ギャップを調整した取引残高は47.5兆ドルと修正された。金融機関のデリバティブ商品取引についての定期的な市場統計を報告する枠組みを提言。 |
| 吉国委員会報告書 | 「グローバルなデリバティブ市場統計の改善に関する提案」 | 1996年7月 | BISユーロ委員会 ～ユーロカレンシー・スタンディング委員会 デリバティブ市場統計小委員会 | 金融派生商品市場をグローバルにカバーする具体的な統計報告体制を提言。①定期市場報告の1997年末からの実施、②次回派生商品サーベイの検討継続③マーケットリスク集計値に関する研究の実施等を提言。 |
| リサーチアジェンダ | 「市場リスク集計値に関する日・米・英中央銀行による共同研究報告、および同報告の公表に関する討議用ペーパー」BISユーロ委員会議長のカバノート」 | 1997年12月 | BISユーロ委員会 ～ユーロカレンシー・スタンディング委員会 | 吉国レポートで問題提起された個別参加者のリスク情報だけでは把握できない市場全体の脆弱性について、ストレス時におけるなんらかの市場リスク集計値で把握することの有効性を探ったいわゆる吉国委員会トラックIIの検討結果につき、その概観と個別研究論文を公表。 |
| | 「デリバティブおよびトレーディングに関し監督上必要とする情報を収集する際の枠組み」 | 1998年9月 | バーゼル銀行監督委員会および証券監督者国際機構 (IOSCO) | 銀行および証券会社のデリバティブ取引活動を評価するために、1995年5月に公表した監督上必要とする情報についての枠組みを拡張するもの。改訂の目的は、金融イノベーションやリスク管理実務の進展を反映させることにあった。 |
| | 「銀行組織における内部管理体制のフレームワーク」 | 1998年9月 | バーゼル銀行監督委員会ーリスク管理小委員会 | 大和銀行事件をはじめ、銀行の巨額損失事件の原因は、内部管理体制の欠如であるとし、13の原則からなるフレームワークを示した。 |
| | 「銀行の透明性に関する指針」 | 1998年9月 | バーゼル銀行監督委員会ー透明性小委員会 | 銀行のリスクエクスポージャー・財務状況・リスク管理の戦略と体制等に関するパブリック・ディスクロージャーを推進するための、監督当局向け指針。 |
| | 「デリバティブ取引に関する定例市場報告」第1回調査結果 | 1998年9月 | 日本銀行金融市場局 | 吉国委員会報告書を受けての、日本に関する調査報告。OTCデリバティブ取引残高は12.9兆ドル、取引所取引残高は7.3兆ドルと判明。 |
| | 「OTCデリバティブ取引の決済およびカウンターパーティのリスク管理」 | 1998年9月 | BISユーロ委員会 ～ユーロカレンシー・スタンディング委員会 および支払・決済システム委員会 | OTCデリバティブに関するリスクを整理するとともに、OTCデリバティブ取引の決済やリスク管理における実務慣行を説明している。OTCデリバティブ取引に係る事務処理やカウンターパーティの管理手法はG10諸国にほぼ共通することが判明。 |
| | 「銀行、証券会社のトレーディングおよびデリバティブ取引に関するディスクロージャーの調査報告書」 | 1998年11月 | バーゼル銀行監督委員会および証券監督者国際機構 (IOSCO) | 主要な国際的に活動する銀行、証券会社のトレーディングおよびデリバティブ取引に関するディスクロージャーの1997年の調査結果に加え、規制当局、基準策定者および民間グループによるディスクロージャー方針についての議論。 |
| | 「デリバティブ取引に関する定例市場報告」第1回グローバルベースの調査結果 | 1998年12月 | BISユーロ委員会 ～ユーロカレンシー・スタンディング委員会 | 吉国委員会報告書を受けての、グローバルベースのOTCデリバティブ市場の取引残高に関する調査の第1回集計結果の報告。98年6月末のOTCデリバティブ取引残高は、69.9兆ドルと判明。 |
| | 「銀行と、レバレッジの高い業務を行う機関との取引」 「銀行と、レバレッジの高い業務を行う機関との取引に関する健全な実務のあり方」 | 1999年1月 | バーゼル銀行監督委員会 | ヘッジファンド等レバレッジの高い業務を行う機関との取引を分析したレポートと健全な実務に向けた指針。 |

(出所)「日本銀行調査月報」等より野村総合研究所作成

2) 透明性の向上

バーゼル委員会報告書による銀行を通じた間接規制のあり方は、HLIs に対する信用リスク管理の問題点を是正することが最重要課題であるとしたが、そのためには、透明性の向上に向けたパブリック・ディスクロージャーの促進を図ることで、健全な経営を行うべきだと提言している。ヘッジファンドに対する透明性の向上にむけては、現在 BIS ユーロ委員会が検討しているとされるが、その考え方は、バーゼル委員会透明性小委員会（議長 S.Krause 女史）が作成した”Enhancing Bank Transparency”（「銀行の透明性の向上について」1998 年 9 月）を基礎としているものと思われる。この報告書は、銀行に対する透明性の向上のために、監督当局が積極的にパブリック・ディスクロージャー基準の向上を奨励することを提言している。

特に、銀行が、

- ・財務上の業績
- ・財務状況（自己資本、ソルベンシー、流動性に関する情報を含む）
- ・リスク管理の戦略と体制
- ・リスク・エクスポージャー（信用リスク、市場リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク、リーガルリスク、その他のリスクを含む）
- ・会計方針
- ・基本的な業務、経営およびコーポレート・ガバナンスに関する情報

の 6 つの大きな分野で有益なディスクロージャーを行うことを提言し、これらのカテゴリーについて財務報告をはじめとするパブリック・ディスクロージャーに記述されることを強く要請した。

この報告書では、通常ディスクロージャーでは必ずしも透明性をもたらすとは限らないことを前提として、「透明性」を、銀行に関する情報の利用者の立場に立って、上記 6 つのカテゴリーに関する信頼できる情報をタイムリーに公表することで、銀行経営に関する情報を比較可能となることと定義している。

さらに、この報告書の中心概念は市場規律であるとする。つまり、市場は、適切な状況にある場合には、効果的にリスク管理を行っている銀行に対しては報酬を与え、リスク管理が脆弱ないし効果的でない銀行に対しては罰則を与えることによって、銀行監督を補強する規律的なメカニズムを有するものであるとし、市場規律が効果的に機能するのは、銀行の活動とそれらの活動に内在するリスクを適切に評価するためのタイムリーで信頼性のある情報に市場参加者がアクセスできる場合だけであると主張する。

今後、ヘッジファンドの透明性向上に関する議論もこうした観点から捉えられるであろうし、銀行に対するリスク管理高度化を通じた間接規制もパブリック・ディスクロージャーに対する金融監督当局や市場のチェックを受けることになる。

4. 今後の展望

ボン-G7 合意は、むしろ G30 以降の銀行のリスク管理強化という方向を確認したものに過ぎなかった。米国金融当局の OTC デリバティブとヘッジファンドを巡る規制論議は、CFTC との論争を通じて、システミック・リスクを引き起こすレバレッジの高いリスク (OTC デリバティブ等) や主体 (ヘッジファンド等) の特定は現状困難であるという立場をむしろ浮き彫りにし、バーゼル委員会の報告書を通じて、その主張を強化することとなった。

OTC デリバティブに対する規制強化は危険であるという一般認識のなか、実現余地があるのはクリアリング・ハウス¹³の利用である。クリアリング・ハウスは、カウンター・パーティー・リスクを削減し、リスク及びリスク管理の責任を集中させることからシステミック・リスクを削減する効果を持ちうる。一括清算に時間が係ることを除けば、証拠金や準備金の弾力設定によって対応は可能であろう。会員の破綻に伴う損失カバーの方策等解決すべき課題も残されているが、約 32 兆ドルを超える米国のデリバティブ保有額 (1998 年 9 月末) の 94% が 7 行のマナーセンターバンクに集中している現状が国際金融システムへ与える影響が計り知れないだけに、今後の利用が注目されよう。

ヘッジファンド規制については、1999 年 6 月予定のケルン・サミットを目指して論議が継続される。早ければ同年 4 月に予定される金融安定化フォーラムとワシントン-G7 の場等を通して論議が高まろう。既に、日本政府は、新興国・地域の通貨危機対策として、危機国からの資本流出を規制する案をまとめ、ワシントン-G7 で提案する方針を固めた。また、大蔵省国際局はヘッジファンド等研究会を創設し、ヘッジファンドの透明性向上に資する具体策を提言していくとも言われる。ヘッジファンドへの直接規制を巡る論議は高まりを見せるであろうが、米国の基本政策からみて、大幅な路線変更—ヘッジファンドへの直接規制への傾斜があるとは考え難い。間接規制を柱としながら、ヘッジファンドの透明性向上や信用登録機関の設置に向けた整備がどこまで具体化するかが焦点となる。

クリアリング・ハウスにしても、信用登録機関の設置にしても、重要なのは、OTC デリバティブやヘッジファンドがクロスボーダーな実態を備えているだけに、国際協調が確実に必要なことである。そうしたムードの高まりがなければ問題の解決は遠のこう。

一方、銀行のリスク管理体制の高度化も避けられるはずもなく、今後銀行経営はリスク管理の質に加えて透明度の高さが競争力の要件となる。我が国においても、金融検査マニュアルを巡る論議で強調されたポイントである。速水日銀総裁も、我が国金融システムの新基本理念として、リスク管理の重視、透明性を前提とした市場機能の活用を掲げた。我が国金融システムの信頼回復に向けて重要な指摘であろう。

(飯村 慎一)

¹³ 唯一スウェーデンが大半の OTC デリバティブ取引をクリアリング・ハウスで決済している。